

五、川普 2.0 政策對美元、美債地位及國際貨幣制度之可能影響

自本(2025)年川普重返執政，基於美國長期鉅額**貿易赤字問題**，川普 2.0 政策主張美國應採強硬**貿易談判**手段，針對各國**關稅政策**及**非關稅措施**加以檢討，以對貿易對手提出高額對等關稅；甚至亦傳出將美債轉換為超長天期工具等**債務重組策略**之構想；整體而言，川普 2.0 政策擬解決所謂之美元「**過度負擔**」(exorbitant burden)問題。惟川普 2.0 的各項政策或傳聞中之構想，已**導致市場對美元資產及債信之信心產生疑慮**，美國及全球**金融市場劇烈震盪**，明顯衝擊當前以**美元為核心**、以**美國債信為基礎**的國際貨幣制度。

在全球金融市場劇烈震盪後，美國與部分國家**關稅談判**亦出現**較合理的結果**，重要官員亦一再強調維繫**強勢美元**及美國**債信**之重要性，**金融市場已見緩和**。川普 2.0 政策關係著美元國際地位及國際貨幣制度未來發展；惟短期內一般咸認僅有美元資產得以**胃納全球超額儲蓄**，「**去美元化**」(de-dollarization)並不容易，在可預見的未來，美元國際地位仍**難以撼動**，**國際貨幣制度仍須以美元為核心**。

本文擬以問答方式，說明川普 2.0 政策對當前美國金融市場之影響；以及是否影響美元及美債之國際地位；乃至於美債到期是否面臨再融資困難等問題。探討相關議題如下：

Q1. 川普 2.0 政策對當前美國金融市場之可能影響為何？

Q2. 川普 2.0 政策是否影響美元及美債之國際地位？

Q3. 美債到期是否面臨再融資困難問題？

Q4. 川普 2.0 政策對國際貨幣制度之可能影響為何？

透過深入淺出的問答討論，希望有助各界對上述議題之瞭解。

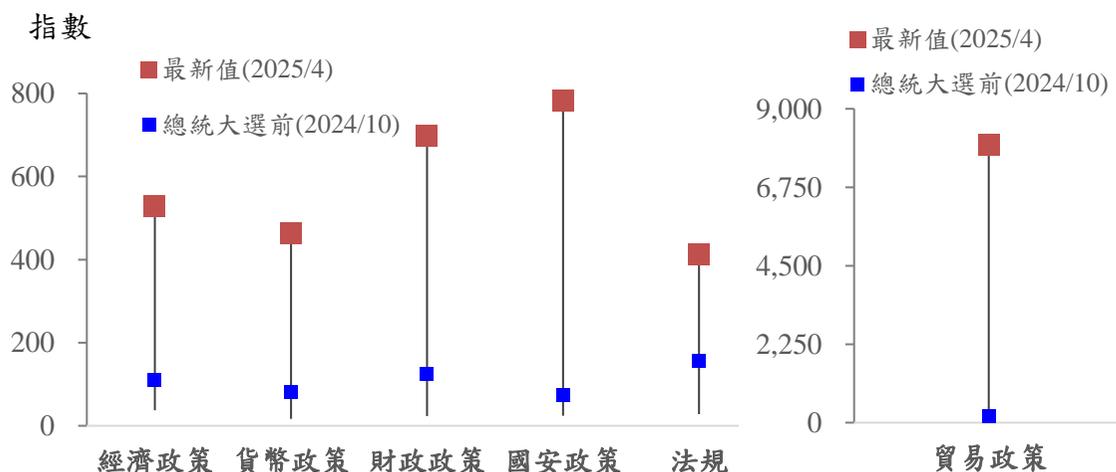
Q1. 川普 2.0 政策對當前美國金融市場之可能影響為何？

A1：川普加徵關稅、經貿政策不確定性及投資人對美國財政前景之擔憂，曾造成投資人對美元資產信心減弱，美國金融市場波動加劇；惟本(2025)年 4 月 9 日川普已宣布暫緩實施對等關稅 90 天，並與主要貿易對手啟動協商，近期已與部分國家達成相對合理之相關協議，金融市場初步止穩。

(一) 川普經貿政策不確定性導致市場對美元資產及債信之信心產生疑慮，造成金融市場出現大幅波動

1. ECB 研究指出¹，川普本次上任後，美國在經濟、貨幣、財政、國安、法規等方面之政策不確定性指數(**Economic Policy Uncertainty Index, EPU**)，較總統大選前大幅增加，且達 2000 年代以來高點，尤其是貿易政策方面(圖 1)。
2. Fed 經濟學家 Dario Caldara 編製美國貿易政策不確定性指數亦顯示，川普就任第 47 任總統以來，美國貿易政策不確定性指數急速上升，本年 4 月中旬創下歷史高點 1,596.7；之後隨美國暫緩加徵對等關稅後回落，惟仍處於較高水準(圖 2)。

圖 1 美國不確定性指數大幅上升



資料來源：Baker, Bloom and Davis www.policyuncertainty.com

圖 2 美國貿易政策不確定性指數



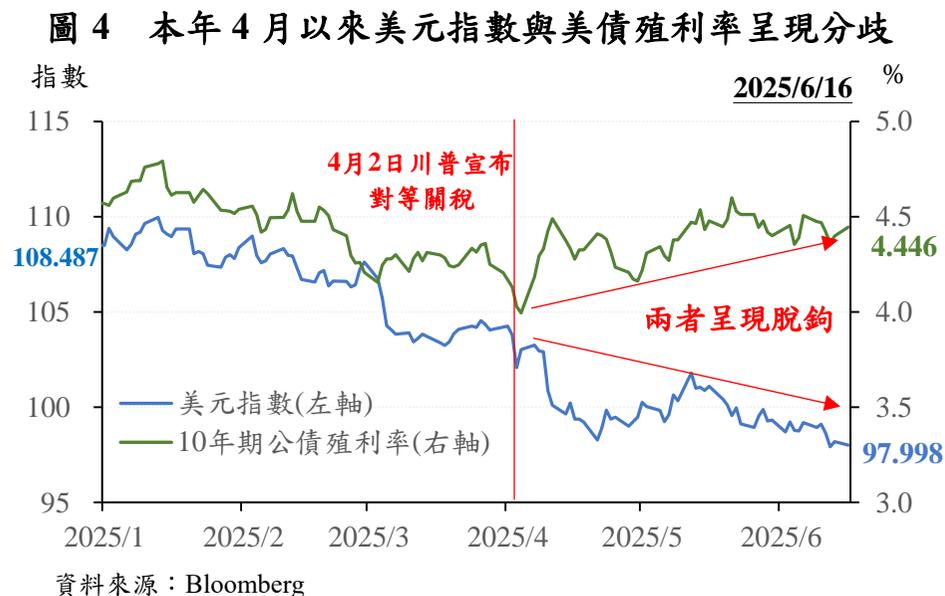
註：Fed 經濟學家 Dario Caldara 等依美國主要新聞報導中出現關稅、貿易障礙等貿易政策關鍵字之頻率，編製貿易政策不確定性指數。

資料來源：Economic Policy Uncertainty 網站

¹ ECB (2025), "Financial Stability Review," May 21 ; Baker, Scott R., Nicholas Bloom and Steven J. Davis (2016), "Measuring Economic Policy Uncertainty," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 131, No. 4, Nov.

(二) 投資人對美元資產信心減弱，造成美國金融市場波動加劇，目前金融市場初步止穩

1. 以往美國公債殖利率與美元指數(DXY)²多呈同向變動，如美債殖利率上升反映美國經濟強勁，伴隨著資本回流致美元走強。近期「去美元化」浪潮，不僅使美元走弱，且美元指數與美債殖利率走勢脫鉤(兩者相關係數由 2023 年初至本年 3 月底之 **0.78** (高度正相關)，自本年 4 月 1 日迄今卻轉為 **-0.39** (中度負相關) (圖 3))；市場將殖利率上升及與美元脫鉤視為投資者要求**更高的風險補償**。
2. 本年 4 月以來，美元指數及公債殖利率明顯呈現分歧(圖 4)
 - **債市**：10 年期美債殖利率因市場擔憂美國財政前景(如聯邦債務快速增加及未來年度聯邦利息支出將逼近 1 兆美元)而上升至 5 月 21 日之 **4.59%**(價格下跌)，之後因美國經濟動能放緩而回穩，6 月 16 日收在 **4.446%**。
 - **匯市**：美元指數自本年初 **108.487** 開始下跌，4 月 2 日川普宣布對等關稅後，曾跌至 98.278；後因對等關稅暫緩實施而回升至 101.788，惟近期因經濟數據不佳而下跌，6 月 16 日收在 **97.998**；本年迄今美元指數下跌 **9.67%**。



² 美元指數係由美國洲際交易所(ICE)編製，其由 6 種主要貨幣所組成，權重分別為歐元(57.6%)、日圓(13.6%)、英鎊(11.9%)、加幣(9.1%)、瑞典克朗(4.2%)及瑞士法郎(3.6%)；基期為 1973 年 3 月(=100)。

3. **股市**：本年迄今那斯達克指數由 19,311 點開始下跌，4 月 2 日川普宣布對等關稅後，市場擔憂對等關稅對供應鏈全球化程度較高的科技企業造成直接衝擊，加以北京當局隨即對部分美國科技產品課徵報復性關稅，拖累該指數曾跌至 15,268 點；後因對等關稅暫緩實施，以及近期美國已與英國等達成相對合理之相關協議，且美中貿易衝突出現緩和跡象，激勵該指數反彈至 6 月 16 日之 **19,701** 點；本年迄今上漲 **2.02%** (圖 5)。
4. **恐慌指數(VIX)**³：本年第一季 VIX 保持在 10~20 區間內，VIX 先因 4 月 2 日川普宣布對等關稅，隨著美國貿易政策不確定性大幅增加，市場恐慌情緒急劇升高至 4 月 8 日之 **52.3**⁴；後因隨著川普政府宣布對等關稅政策暫緩 90 天實施，市場恐慌情緒逐步降溫，且該指數隨金融市場回穩而降至 6 月 16 日之 **19.1** (圖 6)。

圖 5 美國那斯達克指數



資料來源：Bloomberg

圖 6 VIX 指數(恐慌指數)



資料來源：Bloomberg

³ VIX 為 1993 年美國芝加哥選擇權交易所(Chicago Board Options Exchange, CBOE)推出之指數，係用 VIX 衡量投資人預期 S&P 500 指數期貨未來 30 天之波動程度。VIX 愈高，表示市場預期市場波動程度將加劇，同時反映投資人心理不安的程度愈高，又稱恐慌指數。

⁴ VIX 指數收盤點位很少高於 40，且自 1990 年起，VIX 指數只在 2008 年全球金融危機及 2020 年的 COVID-19 疫情時期，才出現過相似水準。

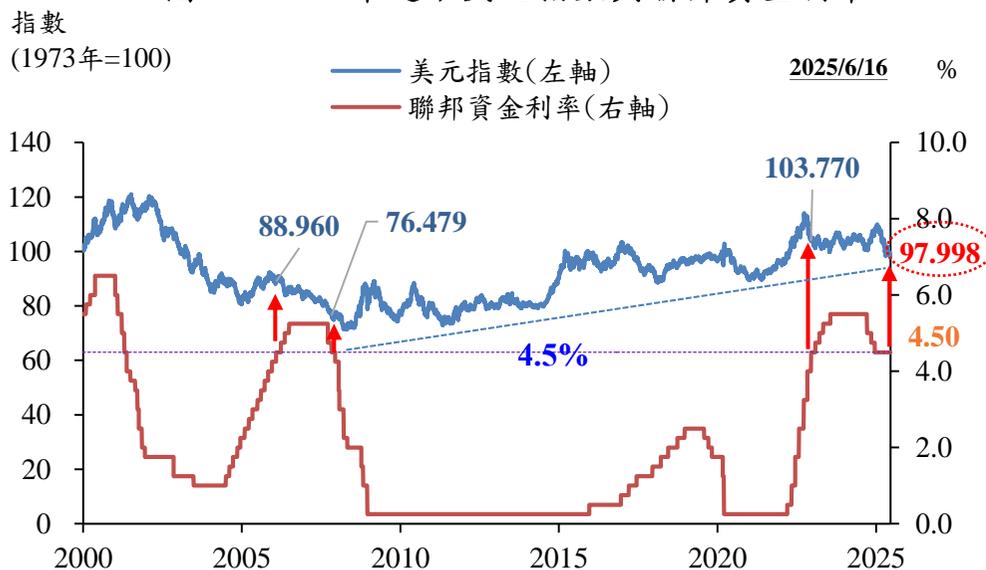
Q2. 川普 2.0 政策是否影響美元及美債之國際地位？

A2：美國目前雖面臨財政赤字擴大及債務餘額龐大等問題，投資人對美債需求持審慎觀望；惟美國金融市場創新能力強、法規完備與資金自由流動，其市場深度與廣度居全球之首，尤其美國公債殖利率更為全球金融資產之評價基礎，故美國公債依舊是全球投資人之重要資產，支撐美元做為最主要國際貨幣之地位。

(一) 目前美元做為最主要國際準備貨幣之地位仍無虞

1. 本年以來，儘管美元指數下跌 9.67%，引發市場疑慮；惟觀察美元指數(圖 7)或 Fed 廣義美元指數⁵走勢(圖 8)，兩者不僅均處於上升區間，目前美元指數(97.998)及 Fed 廣義美元指數(120.713)亦分別高於 2000 年迄今之平均值 92.75 及 106.40。
2. 另外，如以目前聯邦資金利率 4.5% 而言，目前相對應之美元指數(97.998)及 Fed 廣義美元指數(120.713)(紅色圈)，亦多高於 2006 至 2008 年利率水準相當時之水準(圖 7 及圖 8)；尤其 Fed 廣義美元指數目前仍處於歷史高點。

圖 7 2000 年迄今美元指數與聯邦資金利率



資料來源：Bloomberg

圖 8 2000 年迄今美元貿易加權匯率指數與聯邦資金利率



資料來源：Bloomberg

⁵ Fed 廣義美元指數係根據與美國雙邊貿易量前 26 大貿易夥伴之貨幣編製而成，其組成權重最大之 10 種貨幣分別為歐元(18.6%)、人民幣(16.2%)、加幣(13.6%)、墨西哥幣(13.3%)、日幣(6.4%)、英鎊(5.1%)、韓元(3.4%)、印度幣(2.7%)、瑞郎(2.7%)及巴西幣(2%)。

(二)美國公債債信穩健，流動性佳，**價值儲藏之功能最受投資者青睞**

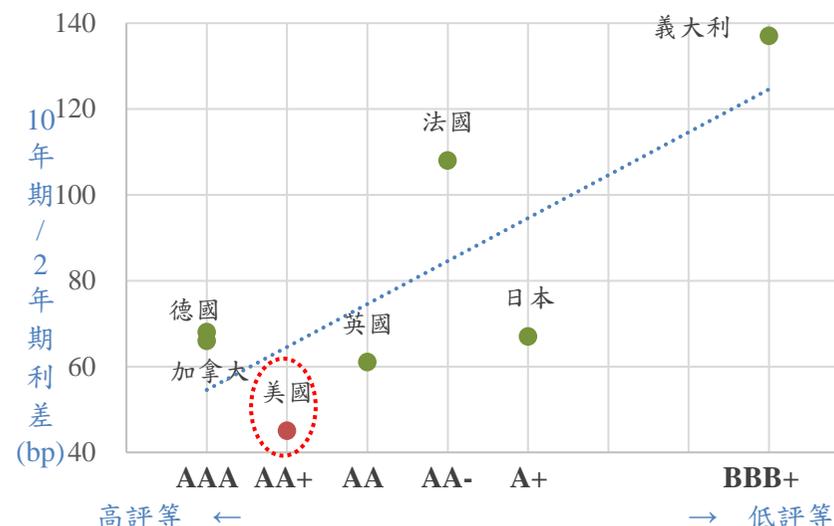
1. 美國公債係最廣為接受之高品質資產，提供全球金融市場流動性，使其享有「**過度特權**」(exorbitant privilege)
 - 目前主要信評機構給予**美國**之債券評等(AA+)為**次高等級**；在 G7 國家中，僅次於德國(AAA)、加拿大(AAA)，仍優於英國(AA)、法國(AA-)、日本(A+)及義大利(BBB+)(表 1)。
 - 在國際清算銀行(BIS)之銀行資本計提計算規定中，信評「**AAA~AA-**」均屬高品質資產，**風險權數為 0%**⁶。
 - 美國債券市場之**深度與廣度居全球之首**，美國公債平均每日交易量(average daily trading volume)約**1 兆美元**，美國公債附買回交易(repo)平均每日交易量則約**5 兆美元**⁷，為全球金融市場融資需求提供充裕之流動性。
 - **10 年期美國公債殖利率**於 G7 國家中為**次高**，反映其**貨幣政策利率較高**(表 1)；**10 年期與 2 年期殖利率利差**，則為 G7 中為**最低**，反映其長天期公債之**價值儲藏功能仍最受投資者青睞**，所要求之**風險溢酬相對較低**(圖 9)。

表 1 G7 國家債信評等、政策利率及公債殖利率

G7 國家		美國	英國	加拿大	法國	德國	義大利	日本
長期債信評等		AA+	AA	AAA	AA-	AAA	BBB+	A+
貨幣政策利率(%)		4.25~4.5	4.25	2.75	2.15	2.15	2.15	0.50
公債殖利率(%)	10 年期	4.40	4.55	3.37	3.25	2.54	3.48	1.41
	2 年期	3.95	3.94	2.72	2.17	1.86	2.11	0.74

資料來源：Bloomberg，截至 6 月 13 日。

圖 9 國家債信評等及其 10 年及 2 年公債利差



註：此處信評採 S&P 評等；資料來源：Bloomberg，截至 6 月 13 日。

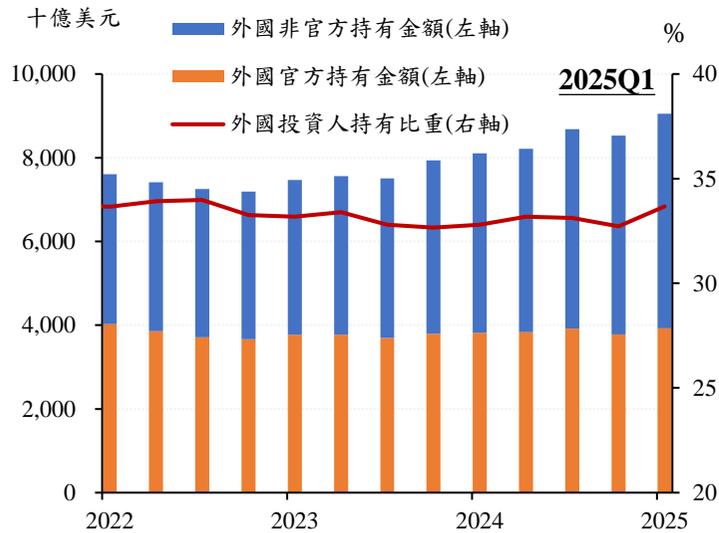
⁶ 美國發行或保證之債券，尤以美國公債為國際資金借貸合約中最廣為接受之合格擔保品，且其合格擔保品地位，不受近期信評改變而影響。

⁷ 2025 年迄 5 月底；資料來源：SIFMA、OFR。

2. 外國投資人持有美國公債情形仍穩健，顯示市場對美債仍具一定信心

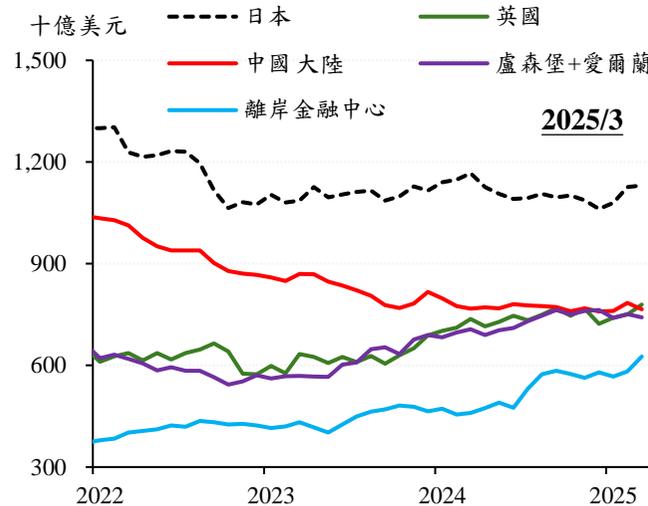
- 美國財政部資料顯示，近年來美國公債持有者中，**外國投資人持有比重大致維持穩定**(圖 10 **紅線**)。其中，儘管中國大陸於 2022 年俄烏戰爭爆發後持有金額逐步減少(圖 11)，惟整體**外國官方投資人持有金額仍呈穩定趨勢**(圖 10)。
- 相較之下，**外國非官方投資人持有金額則呈現逐年成長**(圖 10 **藍色柱狀體**)，主要反映**歐洲基金註冊地**(如英國、盧森堡及愛爾蘭)，以及**離岸金融中心**之持有金額**穩定增加**(圖 11)，顯示**海外民間機構對美債配置需求仍穩健**。
- 川普政府實施對等關稅政策後，外國官方投資人拋售美債議題甚囂塵上，惟美國財長**貝森特**(Scott Bessent)於 4 月中旬表示，並**無跡象顯示中國大陸大規模拋售美債**⁸。
- 另依 Fed 保管帳戶資料顯示⁹，自 4 月以來外國官方及國際機構託管於 Fed 帳戶之餘額減少，惟長期以來該餘額與外國官方機構之附賣回(RRP)餘額高度相關(圖 12)，尚難據此推論外國官方機構出售美債之情形，此**仍待觀察**。

圖 10 美國公債之外國投資人持有比重穩定



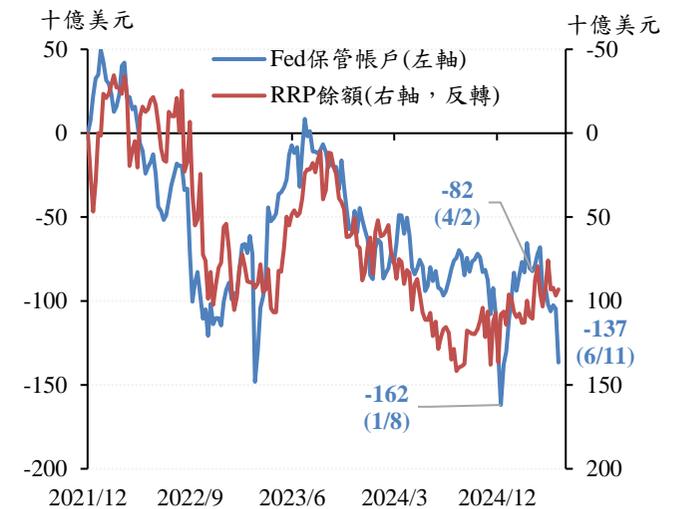
資料來源：美國財政部

圖 11 主要經濟體持有美國公債部位



註：此處離岸金融中心包含開曼群島、百慕達及英屬維京群島。資料來源：美國財政部

圖 12 Fed 保管帳戶與 RRP 餘額累積變動



資料來源：Fed H.4.1

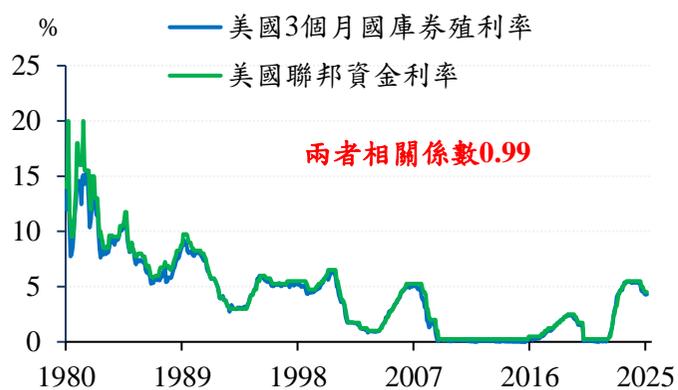
⁸ 美國財長貝森特曾於本年 4 月中旬表示，並無跡象顯示中國大陸大規模拋售美債，亦未觀察到任何主權國家意圖將美國公債「武器化」以謀取政治利益；倘若未來出現此等情形，亦有充分政策工具可因應(詳 Reuters (2025), “US Treasury Secretary: No Risk of China Weaponizing Treasuries Despite Bond Market Volatility,” Apr. 16)。

⁹ Federal Reserve Board (2025), “Federal Reserve Balance Sheet: Factors Affecting Reserve Balances - H.4.1,” Jun. 12.

3. 美國公債殖利率為金融資產之定價基石，美國公債市場之穩定對國際金融體系與實體經濟至關重要
- 一 由金融資產評價理論模型可知，驅動股、債價格變動之最基本共同因子為「無風險利率」，市場上通常以3個月期美國國庫券(T-Bills)殖利率為參考依據。
 - 一 而短、中、長天期美國公債殖利率對不同經濟部門，具有不同程度之影響，如短天期利率影響美國消費者之汽車貸款或信用貸款等支出；中天期殖利率影響企業籌資成本；長天期殖利率影響美國房地產市場活動等。
 - 一 倘若美債崩盤，將連帶美國其他金融商品之利率水準飆升(圖 13)，不僅將嚴重影響美國經濟，由美國貨幣政策、風險趨避行為及美元三者交互作用構成之全球共同因素¹⁰，更將進一步影響全球資本移動及風險資產價格，全球金融亦將嚴重受創。為緩和市場疑慮，美國財長貝森特表示，川普政府已把償還政府債務列為優先事項¹¹。

$\text{債券價格} = \frac{\text{未來每期利息} + \text{到期本金面額}}{\text{無風險利率} + \text{債券期限溢酬}}$	$\text{股票評價} = \frac{\text{未來每期股利}}{\text{無風險利率} + \text{股票風險溢酬}}$
--	--

圖 13 美國不同年期公債殖利率與實體經濟部門融資利率之關係



資料來源: Bloomberg



註: 美國公司債殖利率自 2000 年 8 月始有資料。
資料來源: Bloomberg



資料來源: Bloomberg

¹⁰ 請參見中央銀行(2023),「美元之國際地位:過去、現在及未來」,央行理監事會後記者會參考資料,6月15日。

¹¹ Bloomberg L.P. (2025), "Bessent Says Trump Paused Sovereign Wealth Fund to Focus on Debt," May 23. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-05-23/bessent-says-trump-paused-sovereign-wealth-fund-to-focus-on-debt>

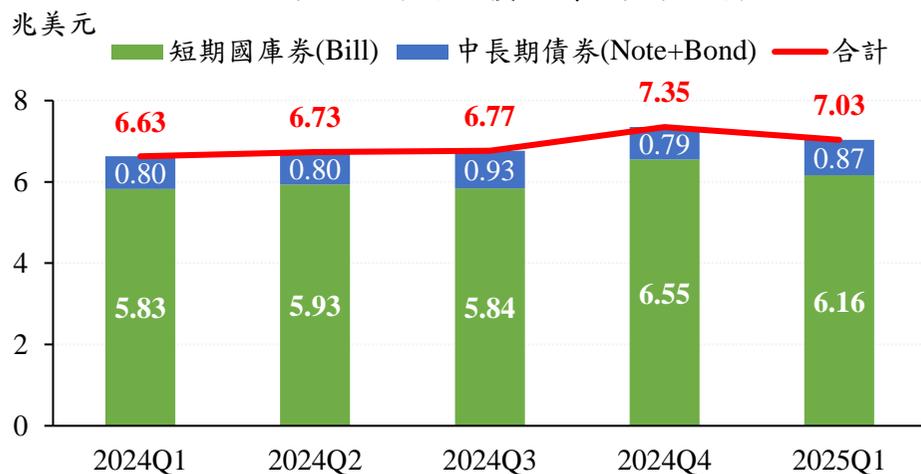
Q3. 美債到期是否面臨再融資困難問題？

A3：美國財政部不斷地進行公債到期後再融資，融資規劃相當穩定；且近期公債標售結果顯示需求良好，尚無展期困難跡象。

(一)美國政府債務到期再融資議題

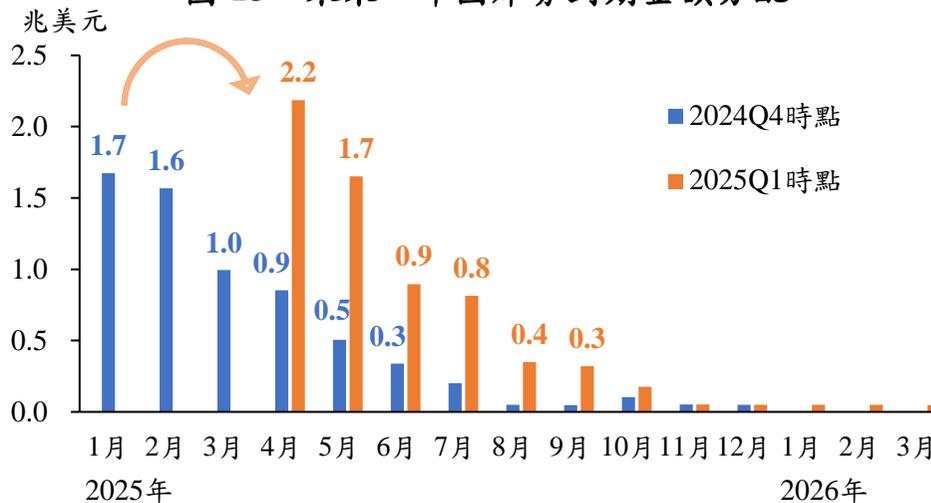
1. 美國財政部對公債之融資規劃相當穩定，短、中、長期公債到期後即不斷地進行再融資(rolling)，有效分散大量債務集中到期之展期壓力(圖 14)；以本年第 1 季為例，計有 **7.03 兆美元債券到期**，其中 **6.16 兆美元為短期國庫券**(存續期間 1 年以下)，占 **當季發行總額之八成**。而短期國庫券到期後，財政部即借新券償還舊券，使未來每季到期數額皆呈穩定(圖 15)。
 2. 國庫券被視為類現金的**無風險性資產**，市場需求廣泛而強勁，提供持續性支撐買盤¹²。
 3. 此外，財政部標售結果亦顯示美國**中、長天期公債需求穩健**，尚無**買方罷工**(buyer strike)跡象。
- 本年 6 月財政部增發 10 年及 30 年期公債共計 610 億美元，得標殖利率均較發行前交易水準低，債券需求良好。

圖 14 美國公債逐季到期金額



資料來源：Bloomberg

圖 15 未來一年國庫券到期金額分配



資料來源：Bloomberg

¹² 國庫券廣為貨幣市場基金及其他投資機構所偏好，如巴菲特的**波克夏控股**公司本年第一季現金部位持有約**3,055 億美元國庫券**，相當於市場流通餘額之**4.6%**。

(二) 金融監理及金融創新對美債之助益

1. 美國金融監理機構積極推動放鬆銀行持有美債部位之資本規範如**調整補充槓桿比率**¹³(Supplementary Leverage Ratio, **SLR**)(表 2)，與針對全球系統重要性銀行(GSIBs)的**強化版 SLR (eSLR) 計算方式**，將有助於降低銀行持有美國公債所需之**資本負擔**，**穩定美國國內銀行對中、長天期美債之需求**。
2. 近期以美元或美國國庫券為擔保的**穩定幣(stablecoins)**市場快速成長，部分短券需求已由**穩定幣市場吸收**，有機構預估，為發行穩定幣，市場對短期公債之需求將自當前之**1,200 億美元**，成長至**2030 年之 1.2 兆美元**¹⁴(圖 16)。
 - 美國財長**貝森特**表示¹⁵，若國會通過穩定幣之監管法案「**GENIUS Act**」，**美國公債需求**將受益於**穩定幣市場而持續成長**，未來可望達到**2 兆美元**，**有助於增強美元作為全球準備貨幣支配地位**。

表 2 補充槓桿比率簡介

補充槓桿比率	
計算方式	$\frac{\text{第一類資本}}{\text{整體槓桿曝險(含美國公債及準備金)}}$
重要性	旨在限制大型銀行持有過多槓桿，以防止系統風險，加強銀行業金融監管。
調整歷史	為應對疫情對金融體系衝擊，2020 年 Fed 暫時豁免 SLR 規定，允許存款機構在計算 SLR 時可不計入美國公債及準備金。

資料來源：本行整理

圖 16 美國短期公債持有者



資料來源：美國財政部、Tagus Capital、Citi

¹³ 補充槓桿比率適用於總資產大於 2,500 億美元之美國大型金融機構，SLR 須大於 5%。2020 年疫情爆發，Fed 為支撐經濟，提高銀行貸款能力，並為緩解當時美國公債市場流動性不足，致公債殖利率快速攀升之壓力，曾於 2020 年 4 月 1 日宣布暫時鬆綁對美國大型銀行之 SLR 規定 1 年，使銀行持有之美國公債及準備金可豁免不納入 SLR 計算，以緩解大型銀行為符合 SLR 比率所需之資金壓力。

¹⁴ Anstey, Chris (2025), "Stablecoin Regulation Could Shakeup US Financial System," *Bloomberg*, May 31.

¹⁵ Dillard, Jarrell (2025), "Bessent Says \$2 Trillion Reasonable for Dollar Stablecoin Market," *Bloomberg*, Jun. 12.

Q4. 川普 2.0 政策對國際貨幣制度之可能影響為何？

A4：相較 1970 年代，現行國際貨幣制度，美元地位不在於釘住黃金，而是其綜合整體政治、軍事及金融市場等實力所表彰的債信，無須面對當年特里芬難題問題；1990 年代全球化加速進展，金融市場高度整合，以美國主權債信為基礎之國際貨幣制度運作順暢；惟近期川普 2.0 政策使市場對美國債信產生疑慮，「去美元化」風潮似再興起；未來川普 2.0 政策走向關係美元國際地位；惟短期內僅有美國金融市場得以胃納全球超額儲蓄，「去美元化」並不容易，可預見未來美元國際地位仍難撼動。

(一)美元國際地位之過去及現在¹⁶

1. 二次戰後至 1970 年代美元金匯兌體系：美元釘住黃金，並面臨「特里芬難題」

(1) 1960 年代後期起，因為二戰後全球經濟與貿易快速擴張，各國對美元的需求水漲船高，美元持續流出美國，而美國又因國內經濟與越戰的影響，於 1970 年代初期出現國際收支逆差，美元加速流出，市場預期美元可能貶值，美元與黃金難以維持平價。

– **特里芬難題(Triffin Dilemma)**：美元持續流出海外，**黃金存量有限**，其他國家終會對美元兌換黃金的信心產生動搖；而美國限制資金外流以維持全球對美元的信心，卻會使國際流動性不足，布列敦森林制度將難以持續¹⁷。

(2) **1971 年 8 月 15 日，美國總統尼克森宣布中止美元與黃金兌換，使美元與黃金脫鉤**，布列敦森林制度瓦解。

2. 1970 年代布列敦森林制度瓦解，浮動匯率制度興起，各國貨幣幣值不穩定，一度呈高通膨混亂期

(1) 布列敦森林制度瓦解後，主要國家採取浮動匯率制度，惟在越戰、贖罪日戰爭、石油危機等衝擊及財政赤字下，加以當時貨幣**欠缺名目錨定(nominal anchor)**(採**紙幣本位制度**且尚無通膨目標化機制)，一度**出現高通膨現象**。

(2) 美國的經常帳赤字未因美元與黃金脫鉤而改善，在財政赤字增加下仍呈擴大，美元國際地位略降。

¹⁶ 相關說明請參見中央銀行(2023)，「美元之國際地位：過去、現在及未來」，央行理監事會後記者會參考資料，6 月 14 日。

¹⁷ 美國經濟學家特里芬(Robert Triffin)在 1960 年出書提出這個問題，認為布列敦森林制度會使國際流動性與對美元的信心發生對立，難以持續，是為特里芬難題(Triffin Dilemma)。可參閱該書之再版 Triffin, R. (1961), *Gold and the Dollar Crisis: the Future of Convertibility*, Revised Edition, Yale University Press。

3. 1985 年「廣場協議」：以國際協調方式使美元貶值

- (1) 1980 年代早期，美國**雙赤字—財政赤字與經常帳逆差—問題浮現**：在**財政赤字擴大及美元因緊縮性貨幣政策而匯率大幅升值**(實質有效匯率上升約 50%)下，美國貿易失衡擴大。此背景下，美國透過國際協調方式，於 1985 年 9 月 22 日，美國、日本、西德、法國及英國等國財政部長在紐約廣場飯店簽署「**廣場協議**」(Plaza Accord)。
- (2) 隨後為防止美元跌幅過深所衍生的負面衝擊，前述 5 國及加拿大等國財金首長，於 1987 年 2 月 22 日在法國巴黎羅浮宮集會，簽署「**羅浮宮協議**」(Louvre Accord)，以穩定美元兌於一浮動區間內，美元於 1988 年後趨於穩定。

4. 1990 年代全球化加速進展，金融市場高度整合，國際貨幣制度以美元為核心，並以美國主權信用為基礎

- (1) 美國金融市場**深度及廣度**居全球之冠，且**金融法規體系**最為完備，進一步強化**以美國主權信用為基礎**的國際貨幣制度，並使美元可充分彰顯作為國際準備貨幣中最重要之**價值儲藏功能**。在當前國際金融體系下，美國貨幣政策及全球風險趨避行為是全球金融循環的主要驅動力¹⁸，美元在其傳遞管道之關鍵角色，進一步強化美元獨大地位。
- (2) 此為即使美國經常帳長年呈現逆差，近年並伴隨財政赤字增加而擴大，惟因美國**主權信用無虞**，**資金持續回流**，**美元仍走強之重要關鍵**；而此亦代表當前國際貨幣制度下，**金融帳已超越經常帳**，成為決定匯率之關鍵因素。



¹⁸ 請參見中央銀行(2023)，「美元之國際地位：過去、現在及未來」，央行理監事會後記者會參考資料，6月15日。

(二)川普 2.0 政策引發市場對美國債信疑慮，對美元為核心的國際貨幣制度帶來衝擊

1. 美國財政及貿易雙赤字擴增，川普 2.0 認為此係美元過度負擔而非過度特權

(1)長年財政赤字擴大深化美國國內儲蓄不足問題，美國經常帳赤字亦大幅攀升，至 2024 年已達 1.2 兆美元¹⁹。

- 在當前國際貨幣制度運作下，2024 年美國亦享有 1.2 兆美元的資本流入，有利壓低國內利率水準(過度特權)；惟川普政府則認為，貿易失衡肇因於他國不公平貿易競爭(含不公平之關稅及非關稅措施)，致美國國內製造業外流及失業。
- 當前國際貨幣制度下，美國為全球貿易與金融體系提供美元及公債，此係美元之過度負擔。

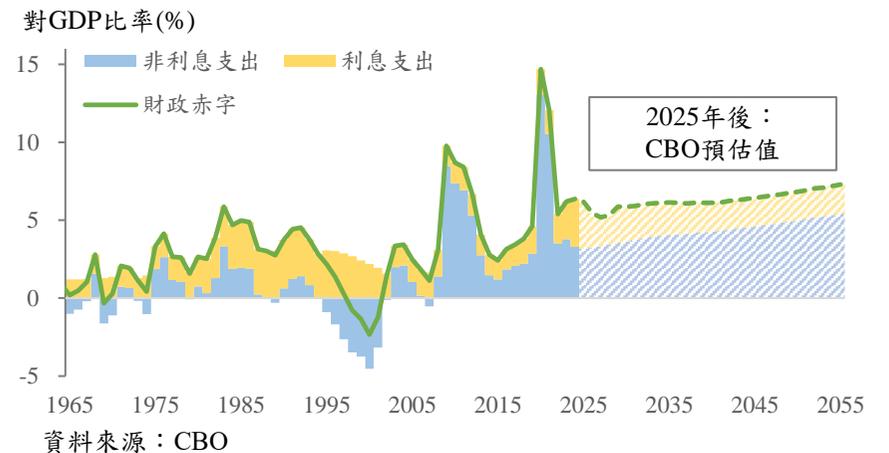
(2) 面對前述問題，傳聞川普 2.0 政策將試圖以關稅、匯率及債務調整來解決前述問題；在 4 月 2 日極不合理的對等關稅措施後，金融市場擔憂傳聞或將落實為政策而大幅震盪，已損及投資者持有美元資產(美債)信心。

2. 川普的超級預算案「大而美法案」，恐使美國結構性赤字更加惡化，更不利美元國際地位

(1)根據各界推估，川普的超級預算案「大而美法案」(One Big Beautiful Bill Act)，恐使美國結構性赤字更加惡化；未來 10 年政府債務將增加 3 兆美元；迨至 2035 年總債務餘額對 GDP 比率恐將自 117.1%上升 6.7 百分點至 123.8%(圖 17)。

圖 17 美國財政赤字及利息支出

方案構想	提議內容
加徵關稅	加徵關稅補充財稅收入，藉此調整貿易流向、推動製造業回流美國
弱勢美元	似 1985 年廣場協議(Plaza Accord)，與各國聯合干預匯率削弱美元
債務重組	將部分美國公債置換為超長期限的美債(百年零息債券)，以減輕美國的債務負擔



¹⁹ 根據國民所得會計恆等式，「經常帳順差」(經常帳逆差)與「超額儲蓄」(儲蓄不足)是一體兩面。一國如有經常帳逆差，顯示其國內民間(家庭及企業)及政府部門儲蓄不足。亦即(X-M) = (S-I) + (T-G)；其中，X 為輸出；M 為輸入；S 為民間儲蓄；I 為民間投資；T 為政府稅收；G 為政府支出。

(2)如前述各項政策落實，再加上近期對等關稅政策已使**通膨預期上揚**，延緩 Fed 降息時程，均將使公債投資者要求**更高的風險溢酬**，致公債殖利率居高不下，並間接形成**美國債務情勢惡性循環**。

3. 川普 2.0 部分政策不利美國財政前景及債信，使美元資產於全球投資組合之資產配置地位面臨挑戰

(1)美國公債受到全球投資者青睞，主要來自**財政紀律與債務可持續性**的基本信任。而當前川普 2.0 政策走向不僅使投資者對**持有美國公債產生遲疑**，「**大而美法案**」更可能使美國債務膨脹太快，不利美國**主權債信**前景。

(2)**川普 2.0 政策已使 1990 年代以來，以美元為核心、以美國債信為基礎之國際貨幣制度，受到不小衝擊**。

(三)國際貨幣制度未來可能發展：短期內雖面臨川普 2.0 政策所帶來之挑戰，但短期內美元仍為最主要國際準備貨幣

1. 外界認為，部分川普官員構思之解決方案存在風險，將破壞金融市場穩定並削弱美元國際地位，**實施可能性低**

方案構想	相關評論
加徵關稅	<ul style="list-style-type: none"> 美元為主要國際準備貨幣，爰易有貿易逆差；而順差國資金流入美國，壓低美國利率，將促進美國消費及投資，更不利縮小逆差。 美國貿易逆差根源在於其儲蓄不足，若美國無法增加儲蓄，則無法有效改善貿易逆差問題；而順差國亦應增加其消費及投資，以改善其超額儲蓄之問題。
弱勢美元	<ul style="list-style-type: none"> 歷任美國財長及現任財長貝森特均宣示，強勢美元(strong dollar)符合美國政策利益。 當前的金融市場深度、廣度較 1985 年更大，使美國難以聯合他國協力干預匯率，遑論透過匯率解決美國貿易赤字問題。 影響經常帳因素多屬結構面與制度面，如國外資產淨額、人口結構、政府財政、貿易開放程度、經濟金融發展程度等。IMF 及 OECD 等研究報告認為，全球經常帳失衡不能僅以調整匯率方式解決。 在全球金融自由化及資本自由移動下，國際資金鉅額且頻繁移動，已成為影響匯率變動之主因，因此，以匯率做為調整貿易失衡之工具亦變得更加困難，其成效有其限制。
債務重組	<ul style="list-style-type: none"> 根據國際間主權債務重組案例，倘美國公債出現減少付息、不支付利息或置換債券等情形，即構成違約事件，將對全球金融市場產生極大影響。

2. 目前美國已改採較溫和對外貿易政策，並強調將維持債信，有利美國債信及投資者信心，維繫美元國際地位

(1) 如基於美國稅收考量，**合理且溫和的關稅**政策，似有助於**彌補稅改**所導致之**財政收入短缺**，進而部分改善美國財政赤字問題；此舉亦可視為由全球貿易夥伴或美國消費者**間接分擔**美國**債務負擔**²⁰。

- 美國能採**較溫和的關稅措施**將不會引發通膨，Fed 貨幣政策及殖利率可望下降；如**政策利率下調 1 個百分點**，將可為聯邦政府每年**節省近千億美元利息支出**，強化美國財政可持續性，有助於維繫美元之核心地位。
- 關稅在**公平合理範圍內協商**，可取得貿易對手國的信任；近期**美國已與部分國家達成協議，有助市場回穩及信心**。

(2) 審慎處理美國債務上限問題、「大而美法案」及債信相關議題。

- 美國財長貝森特於本年 6 月 11 日出席眾議院作證時表示，美國聯邦政府最早將在本年夏季中後段，面臨該部非常規手段均用罄之「**X 日**」(X-date)；美國參眾兩院宜**審慎處理美國債務上限**問題²¹。另川普的「**大而美法案**」，在眾院通過後仍爭議不斷，即使原川普團隊之**馬斯克**亦表態不支持，預期**參院將審慎處理此一法案**。
- 白宮經濟顧問委員會主席**米倫(Stephen Miran)**，及財長**貝森特**近期均鄭重澄清，有關**公債轉換想法並非政策選項**；**貝森特**更強調，**償還政府債務列為財政優先事項**。此外，**面對近期美國債市波動**，**米倫及貝森特均於公開場合強調強勢美元符合美國利益**。**當前官員之言論走向有利化解投資者疑慮，維繫美元國際地位**。

3. 公平合理的跨國政策協調，可緩和當前國際貨幣制度下美元所承受之過度負擔

(1) 為緩和美國部分人士存有**美元「過度負擔」不滿**，及因此衍生的**貿易紛爭**，各國應儘速達成合理的關稅協議以緩和美國**公平貿易**之政治訴求。**近期美國已與部分國家達成關稅協商，有助於緩和美國對「過度負擔」不滿情緒**。

(2) 順差國與逆差國均應共同肩負責任，解決全球經常帳失衡問題，不能倚賴個別國家調整。

- 多數學者認為，美國貿易逆差根源在於其**儲蓄不足**，若美國無法增加儲蓄，則無法有效改善貿易逆差問題；如**白宮經濟顧問委員會前主席 Hubbard(2025)**近期指出²²，為促使全球經濟重新調整，**美國需要提高國內儲蓄**，

²⁰ 美國一年商品進口金額高達**3 兆美元**，如對所有國家、所有商品均加徵**5%關稅**，即可增加**關稅稅收 1,500 億美元**(假設進口量未受影響下)，將有助於小幅彌補延長企業減稅措施而減少的稅收，小幅改善財政赤字；同時，由於各貿易對手國所受衝擊相當，或可望不會採相對應制裁措施，有助維持全球經濟動能。

²¹ CBO 則預估該時點落於本年 8 月中旬。依過去歷史經驗，國會兩黨在過程中常爭議不斷，但最後均能調高舉債上限(1960 年迄今已調高或凍結舉債上限合計 78 次)。

²² Hubbard, Glenn (2025), "What Rebalancing the US Economy Really Requires," *Project Syndicate*, Apr. 3.

且應**致力縮減政府預算赤字**，此將有助國內儲蓄增加，同時美國**經常帳逆差亦將縮小**；而部分經濟體如中國大陸及德國等則需要增加國內支出。美國財政部匯率政策報告亦曾提出類似建議²³。

(3)長期如發展為多極化通貨制度，將可進一步分散美元「過度負擔」壓力

一 **法國央行副總裁 Agnès Bénassy-Quéré**本年5月指出，若當前國際貨幣體系存在**多極化通貨制度**(如美元、歐元等其他主要準備貨幣)，由於**流動性來源多元化帶來好處**，此將**減輕美元所面臨之特里芬難題**；本年5月底，**ECB總裁 Lagarde**亦表示，**川普政策反覆**提供歐元一個**絕佳機會**來強化歐元地位，可讓歐元區享有更多迄今**為止專屬於美元之特權**，並表示此為「**全球歐元時刻**」創造了契機。此一發展方向將**有助分散美元負擔**。

4. 惟當前國際貨幣制度並未符合多極化通貨制度條件；在可預見未來，全球金融市場仍將高度倚賴美元資產

(1) 美國經濟及金融市場**規模居全球第一**，就**國際準備貨幣**功能而言，尤其是**價值儲藏**，美元均具**支配地位**，即使排名第二之歐元，其占比仍遠低於美元(表3)，當前並無**其他貨幣可替代美元地位**。

(2) 美國金融市場**深度與廣度**足以**胃納全球超額儲蓄**(表4及圖18)，此為維繫國際貨幣制度以**美元為核心**之主因。

表3 主要貨幣股債市市值占比

貨幣別	債市	股市
美元	44%	48%
歐元	23%	6%
人民幣	10%	8%
日圓	9%	5%
英鎊	4%	3%

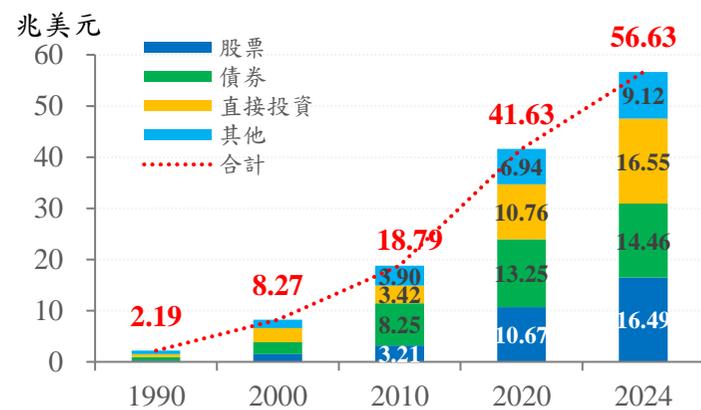
資料來源：Bloomberg (債市取自 Global Aggregate Index，股市取自 World Exchange Mkt Cap Index；截至2025年6月16日)。

表4 美國金融市場廣度 (美元；2024年底)

資產類別	發行餘額	外人持有金額(比率)
股票	93 兆	16.5 兆 (18%)
公債	28 兆	8.5 兆 (30%)
公司債	16 兆	4.3 兆 (27%)
政府保證房貸抵押擔保債(MBS)	12 兆	1.3 兆 (11%)
貨幣市場基金及共同基金	29 兆	1.7 兆 (6%)
合計	178 兆	32 兆 (18%)

資料來源：Fed - Z.1

圖18 外國人持有美國資產總額



資料來源：J.P.Morgan, Fed

²³ 2018~2019年間，美國財政部匯率報告多次指出，面對全球貿易失衡，順差國及逆差國均應進行結構性調整；順差國宜增加投資(含研發支出及基礎投資)及消費，並擴大社會安全網及延長退休年限，政府可實施擴張性財政政策，以帶動內需並改善過多儲蓄。逆差國應增加儲蓄，擲節財政支出或財政重整，解決儲蓄不足問題。